

ストック・オプション再考

——ファイナンス理論からの示唆——

仮 屋 広 郷

I はじめに

周知のように、1997年5月、議員立法により商法その他の法律の改正が行われ、ストック・オプション制度が導入された。ストック・オプションがインセンティブ報酬であるということは広く認識されているが、それによって目指されているポイントは、経営者¹⁾が、会社の業績向上によって実現される株価上昇の利益を株主と分かち合えるような報酬制度を導入することにより、両者の利益を一致させようというところにある²⁾。このような経済的効用が望ましいと考えられるとすれば、それは、経営者に対する報酬制度の選択は、「株主の利益にかなっているかどうか」という判断基準に基づいてなされるべきである、という価値基準を前提としていると思われる。異論はあるかもしれないが、ひとまずこの価値基準は正しいものとしよう³⁾。そうであるとして、ある企業においてストック・オプション制度が採用された場合に、株主の利益と経営者の利益が一致するというのは、そもそもどのようなメカニズムの理解に由来しているのであろうか？ まずもって、この理解が適切でなければ、ストック・オプション制度のコストとベネフィットを正しく評価することはできない⁴⁾。

本稿は、以上のような認識に基づいて、インセンティブ報酬としてのストック・オプションの効用を、株主と経営者のリスク・テイクの観点から再検討してみようというものである。そして、ここでの検討を踏まえて、権利行使価格——自己株式方式の場合の譲渡価格、新株引受権方式の場合の発行価格——の設定に関する問題についても若干言及することにした。

Ⅱ 株主の利益／経営者の利益／ストック・オプションの役割

(1) 直感的発想とその問題点

言うまでもなく、ストック・オプションとは、経営者があらかじめ定められた価格で、あらかじめ定められた期間内に、会社からその会社の株式を取得する権利のことである。従って、仮に定められた価格を権利が付与されたときの時価であるとすれば、そのような権利を与えられた経営者は、将来、会社の業績が向上して株価が上昇した場合には、この権利を行使して、株価の上昇分だけ利益を得られることになる。一方、このオプションが付与された当時の株主も、株式を継続して所有していれば、同じ額だけの利益を得ることになる。単純ではあるが、ストック・オプションの基本的な発想はこの辺にあるように思う。つまり、株主が株価を上昇させたいのと同様に、経営者も株価を上昇させたい状況を作り出してやるということである。以上のような点に着目すると、仕事を頼んだ他人に自分と同様の努力を尽くすことを期待することはできないという意味において、本来的に対立している株主と経営者の利害が、市場における株価を経営者の業績の物差しとするストック・オプション制度を導入することによって、一致することになるとも言えそうである⁵⁾。しかし、よく考えてみると、両者の利害は、株価を上昇させるという意味においては一致しているが、そのことが、どのように株価を上昇させるかという意味においても一致しているとは、必ずしもいえない。なぜなら、どのように株価を上昇させることが望ましいかということについての株主および経営者の趣向(選好)は、それぞれがどのくらいリスクを許容できるタイプであるかによって異なると考えられるからである。以下、この点についてもう少し詳しく検討してみることにしよう。

(2) 株主：二つのタイプ

一般に、株主が株価の上昇を望んでいるということについて異論はないだろう。それでは、株主は、どのように株価を上昇させるかという経営者がとるべき

経営戦略に関して、一致した見解を有しているといえるのだろうか？ このような問いは、株主を同質的であると考えてよいものかどうかを問うものである。

株主が同質的であるかどうかを判断するには、まず、彼らの投資行動について考えてみるのが有益であろう⁶⁾。ファイナンスの分野において広く受け入れられているポートフォリオ理論によると、ある企業の事業活動に関するリスクは、分散投資によって消去できるリスク（非システムティック・リスク：その企業に特有のリスク）と消去されずに市場と連動しているリスク（システムティック・リスク：全ての産業を脅かすような経済全体にかかわるリスク）から成り立っているといわれる。そうであるならば、リスク回避的な投資者は、当然分散投資を行って（＝ポートフォリオを組んで）非システムティック・リスクは消去しようとするであろうと考えられる。なぜなら、分散投資を行うことによって容易に消去できるリスクを負担するという行為は、経済的に意味のある行為であるとはいえない（市場はリスク・プレミアムを支払ってはいくれない）からである。恐らく、洗練された投資戦略をとることが予想される機関投資家などは、効率的なポートフォリオ運用を目指して投資行動を行っているものと考えられる⁷⁾。

では、全ての投資者がポートフォリオを組んでいるといい得るだろうか？ この点に関しては、平成8年度における個人部門の持株比率が23.6%であり、個人株主一人あたりの平均所有銘柄数が2.7銘柄前後⁸⁾であるとされている報告⁹⁾などを考慮すると、やはり十分なポートフォリオを組んでいない投資者が数多く存在するものと考えられる。

以上のようなことを考慮すると、株主を同質的なものとして捉えることはできず、株主のタイプとしては、投資行動の観点から、ポートフォリオを組んでいる株主とそうではない株主という二つのタイプが想定されうるように思う。それでは、この二つのタイプの株主が、株価を上昇させるために経営者がとるべき経営戦略に対して、どのような選好をもっているかを検討してみることしよう。

いま、機関投資家（ポートフォリオを組んでいる投資者の典型）と個人投資家（ポートフォリオを組んでいない投資者の典型）が、ある企業の株主である

ような状況を考えてみよう。先に説明したように、機関投資家がその企業のリスクとして意識するのはシステムティック・リスクの部分だけである。一方、個人投資家は、システムティック・リスクと非システムティック・リスクの合計をその企業のリスクとして認識することになる。したがって、機関投資家は、その企業がとる経営戦略に対して個人投資家よりリスクを選好する傾向があるといえるのである。このことは、議論の単純化のためには、その企業の経営戦略に対する機関投資家のリスク選好はリスク中立的であり、個人投資家のそれはリスク回避的であると考えることができることを意味している。

具体的に述べよう。いま、この企業にプロジェクトAとプロジェクトBという選択肢があるとする。Aは、成功する確率が50%で、その場合には1,000円の株価上昇が見込まれるが、失敗した場合には株価はそのままである¹⁰⁾。Bは、確実に成功するが、見込まれる株価の上昇は500円である。この場合、リスク中立的であるとは、おなじ期待利得を持つAとBどちらのプロジェクトが選択されたとしても満足度が変わらないことを意味する。これに対して、リスク回避的であるとは、期待値としては同じであったとしても確実な利得をもたらしてくれるBが選択された方が満足度が高いことを意味する。

以上のことは、もし、この企業にプロジェクトCという選択肢があり、これが成功することが確実で、それによって450円の株価上昇が見込まれる時、場合によっては、個人株主が、AよりもCを選択する可能性があることを示唆している¹¹⁾。これに対して、機関投資家がCよりもAを選択するであろうことは明らかである。

ここまでの検討から、すべての株主が株価の上昇を望んでいるとしても、どのように株価を上昇させるかという経営者がとるべき戦略に対する株主の選好は、株主がポートフォリオを組んでいるかいないかによって異なることが分かる。この理解を前提として、以下では、ストック・オプションを導入することにより、株主と経営者の利害をどのような意味において一致させることが目指されているのかについて考察を行うことにする。なお、以下本稿の終わりに至るまで、議論を単純にするために、会社の株主が、全てポートフォリオを組んでいるものから構成されている場合と、全てポートフォリオを組んでいないも

のから構成されている場合の二つのケースを想定して議論を進める¹²⁾。

(3) 株主のリスク選好／経営者のリスク選好／ストック・オプションの役割

株主のリスク選好については先に見たので、ここでは、経営者の会社の事業に対するリスク選好について考察することから始めてみよう。

経営者にとって、自らが有している人的資本は非常に重要な資産であり、それを失うことは大きな損失を意味するものと考えられる。この当たり前のことをもう少し掘り下げてみよう。経営者は、会社の事業を遂行していく過程で、多くの人的資本を蓄積していくものと考えられるが、それは次のような性質を持っている。第一に、人的資本は、本来的に譲渡することが不可能であるため、分散投資を行うことによってそれに付随するリスクを削減することができないということ¹³⁾。第二に、一般に経営者の転職の機会が限られていることを考えると、人的資本の再投資の余地も少ないということである¹⁴⁾。つまり、人的資本の観点からは、経営者にとって会社がすべてであるということになる。

以上を前提とすると、人的資本の観点から会社がすべてである経営者としては、自分の会社に付随するリスクは、非システムティック・リスクであろうとシステムティック・リスクであろうとに関わりなく、トータルなものとして受けとめるであろうと考えられる。つまり、経営者は、ポートフォリオを組んでいない株主と同じように自分の会社のリスクを評価すると考えられるのである¹⁵⁾。

経営者が、ポートフォリオを組んでいない株主と同様にリスクを評価する傾向があるということになると、ポートフォリオを組んでいる株主と経営者との利益の乖離状況はもはや明らかであろう。(2)での設例をもとにして述べると、株主としてはプロジェクトAを望んでいるにもかかわらず、経営者はプロジェクトCを実施してしまう、という問題が発生するのである¹⁶⁾。

このように、株主がポートフォリオを組んでいる投資者から成り立っている会社においては、経営者が、株主が望むリスクをとりつつ株価を上昇させるという行動をとるとは考えにくい状況があるとすれば¹⁷⁾、経営者が株主によって望まれる——この場合はより大きい——リスクをとるようなインセンティブを与えてやるが必要になってくる¹⁸⁾。そうすると、インセンティブ報酬とし

て株主と経営者の利益を一致させようという狙いを持つストック・オプションに期待される役割は、この点にあることになる。

それでは、株主がポートフォリオを組んでいない投資者から成り立っている会社についてはどうだろう。先に指摘したように、この場合は、株主、経営者共にリスクをトータルに評価する。ところが、この事実から、両者の事業リスクに対する利害が完全に一致しているとは必ずしもいえない。なぜなら、どちらかがよりリスクを嫌うというようなことは当然生じうるものと予想されるからである。したがって、ポートフォリオを組んでいる株主と経営者の場合のように、両者の利害対立を理論的に一般化することは難しいように思われる。結局は、両者のリスク選好に関する実証の問題ということになる。従って、確定的なことは何もいえないが、先のケースとの比較において、次のように考えることはできるかもしれない。株主がポートフォリオを組んでいない投資者から成り立っている会社においては、株主がポートフォリオを組んでいる投資者から成り立っている会社におけるような、事業リスクの選択に関する株主と経営者の利害対立が、一般的に存在するわけではないし、存在したとしても小さい——場合によっては、存在しないこともあり得る。もし、そのようにいえるとすれば、ストック・オプションに期待される役割は、原則として、経営者がリスク選好を大きく変えることなく株価上昇を目指すインセンティブを与えることである。

このように見てくると、経営者にストック・オプションを付与する際に想定されるべきインセンティブ効果は、会社の株主がどのようなタイプであるかによっても異なるものであるといえそうである。

次に、これまで整理したことから、ストック・オプション計画の設定に関して、どのようなことが理論的に導かれるのかについて考察を加えたい。

Ⅲ スtock・オプション計画の設定：リスク・テイクの視点

(1) 総説

会社がストック・オプション計画を採用するに際しては、一定の事項を株主

総会の決議で定めることが必要であるとされている（商210条ノ2第2項3号・280条ノ19第2項）。採用される計画が、自己株方式であるか新株引受権方式であるかにより、計画に基づいて付与されるのが、それぞれ既発行の株式を買い受ける権利であるか新株引受権であるかという違いはあるものの、決議で定められるべき事項の内容は大筋で同じである。

まずは、その内容を確認しておこう。①権利を付与される取締役等の氏名、②権利行使の目的となる株式の種類・数、③権利行使価格、④権利行使期間、⑤権利行使についての条件、である。周知のように、これらの事項に関しては、それぞれに対して数多くの問題点が指摘されているが¹⁹⁾、本稿の関心事は、これまで指摘されている問題点を網羅的に扱うことにあるのではない。ただ、これらの事項のいくつかに関連して、株主／経営者のリスク・テイクの観点から、考慮されるべき問題点を明らかにしようとするものである。検討の対象となる事項は、②の株式の数、③権利行使価格、④権利行使期間である。

（2）株式の数

ストック・オプション計画の設定に際して、取締役等に譲渡するために会社が買い受けることができる株式（自己株式方式による場合）／新株引受権の対象となる株式（新株引受権方式による場合）の総数は、発行済株式総数の10分の1を超えてはならないという数量規制がおかれている（商210条ノ2第1項・280条ノ19第3項）。商法がこのような数量規制をおいている理由は、株式の希釈化に歯止めをかけるためであるが²⁰⁾、ストック・オプションのインセンティブ報酬としての役割に鑑みると、株式の数については別の意味で考慮されるべき問題点がある。

本稿でのこれまでの議論を振り返ると、会社の株主としてポートフォリオを組んでいる株主が想定されている場合には、ストック・オプションのインセンティブ報酬としての役割は、株主が意図するような、より大きいリスクを経営者がとることを促すメカニズムを構築することであった。リスク・テイクの視点からは、株式の数に関しても、当然この点が考察の出発点とされるべきである。

ファイナンス的な意味において、経営者が株主の意図に添うようなリスク・テイクを行わないそもそもの原因を突き詰めると、経営者が会社に対して過剰な——効率的な投資ポートフォリオを組んでいないという意味において——投資を行っているためであることは、先に見たとおりである。このような状況の下で、大量のストック・オプションを経営者に与えるとすれば、会社に対する経営者の過剰投資に拍車をかけていることにはならないだろうか？ もしそうであるとする、ストック・オプション計画を通じて、経営者に大量の株式を買い付ける権利を付与することは、目指されている問題の解決に対して負のインパクトを与えることになる²¹⁾。

ストック・オプションをインセンティブ報酬として位置づけるのであれば、ストック・オプション計画の設定に際しては、以上のような要素にも目配りする必要があるように思われる。ただし、ポートフォリオを組んでいる株主が想定された場合に、経営者に対する大量のストック・オプションの付与が、目的とされるべき問題改善に対して負のインパクトを持つものであるとしても、それのみで導入の是非が判断されるべきものではない。これは、権利行使価格、権利行使期間の設定によってもたらされるインパクトとの相関関係において評価されるべきことである。この点については後述する。

(3) 権利行使価格／権利行使期間²²⁾

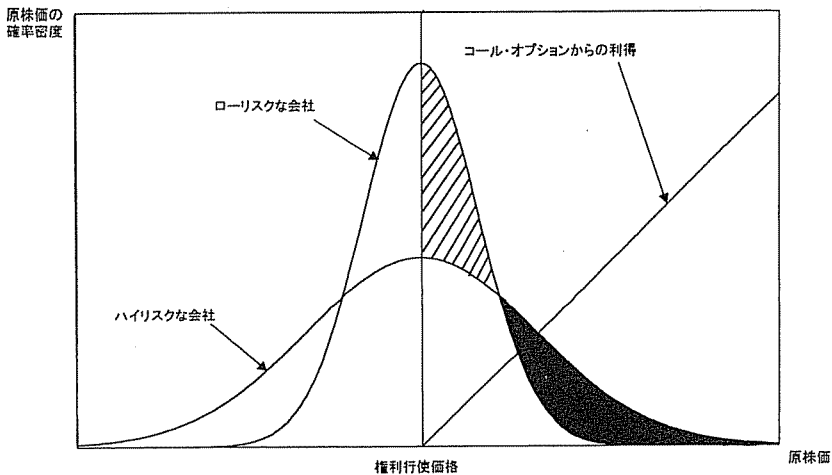
(a) オプション理論の視点

経営者に対するインセンティブの観点から、ストック・オプションの権利行使価格／権利行使期間の設定に関して注意すべき問題については、オプション価値の基本的特徴に関するファイナンス分野での議論の蓄積が有益な視点を与えてくれる。まずは、この視点を概観しておきたい。

ストック・オプションの価値を考える際には、原株式が有するリスクの値が重要な要素となる。すなわち、ストック・オプションの価値は、原株式の価値を一定とした場合、原株式のリスクが大きいくほど大きくなるのである。つまり、たとえ原株の株価が同じで、さらに、オプションの権利行使価格と権利行使までの期間が同じであったとしても、ローリスクな会社よりはハイリスクな会社

のオプションを有していた方が価値が高いことを意味しているのである。なお、ファイナンス的な意味においてリスクとは、将来の株価が、現在の株価を中心としてどれぐらいの範囲で、そして、どれぐらいの確率で揺れ動く可能性があるかということを意味しており、統計的には標準偏差で測定されることになる。

簡単な例をもとに考えてみることにしよう。いま、ハイリスクな企業とローリスクな企業があり、両方の株価が等しく²³⁾、かつ、両方の株式のコール・オプションが同じ権利行使までの期間を持ち、アット・ザ・マネー²⁴⁾の状態にあったとする。この状態とコール・オプションの所持人のペイ・オフを簡単に描写したのが次の図である。



図に示されている釣り鐘型のカーブは、ローリスクな会社の株価の方が、現在の株価を中心にしたより狭い範囲を高い確率で揺れ動く可能性があることを示している。すなわち、釣り鐘の幅——標準偏差でさます——が広いということは、リスクが大きいということを意味しているのである。

コール・オプションのペイ・オフは、図に示されているように、権利行使期日に原株の株価が権利行使価格を上回るまでは0であるが、ひとたび上回ると上回った分だけ上昇していくことになる。これは、コール・オプションがあく

まで原株式を購入する権利であることから生じる。状況が悪ければ、権利を放棄して、利得0に甘んじることが許されるからである。原株式の株価が、権利行使価格を下回ったとしても、コール・オプションの所持人は、痛くも痒くもないという事実は、極めて重要なポイントである。なぜなら、この事実は、オプション所持人のコスト・ベネフィット計算が、図でいうと権利行使価格の右側に基いて行われることを意味するからである。

我々も、図の権利行使価格よりも右側に意識を絞って考えてみよう。いま、二つの釣り鐘は、原株価の確率分布を示しているから、それぞれの山半分の面積は等しい値——50%——になっているはずである。つまり、斜線の部分と黒塗りの部分の面積も等しいことになる。そうすると、黒塗りの部分を有しているハイリスクな会社の方が、高い株価を実現する可能性が高いということになる。したがって、ローリスクな会社よりハイリスクな会社のオプションの方が高い価値をもっていることが分かる。

以上のことから、少なくともストック・オプションの価値を高めるという観点からは、ストック・オプションを付与された経営者が、リスクな経営を行うインセンティブを持ちうるといえる。これを意識しながら、権利行使価格、権利行使期間の設定について考えてみることにしよう。

(b) 権利行使価格／権利行使期間／インセンティブ効果

ストック・オプション計画において権利行使価格を設定するには、オプション所持人としての経営者を、アウト・オブ・ザ・マネーの状態におく、アット・ザ・マネーの状態におく、イン・ザ・マネーの状態におく、という大きく三つの選択があり得る。(a)での検討から、いずれの状態におかれた場合でも、経営者は、リスクな経営を行うインセンティブを持ち得ると考えられる。問題は、その強度である。アウト・オブ・ザ・マネーの状態におかれている場合について、先の図を用いて考えて見よう。この場合、山をそのままにして、権利行使価格の位置が右にシフトすることを意味するから、オプションの価値を高めるためには、アット・ザ・マネーの状態におかれている場合よりもより一層山の裾を広げる——リスクを上げる——ことが必要になる。したがって、経営者がリスクな経営を行うインセンティブも、アット・ザ・マネーの状態にお

かれている場合より強くなるものと考えられる。逆に、イン・ザ・マネーの状態におかれている場合には、このようなインセンティブは、アット・ザ・マネーの状態におかれている場合より弱くなるものと考えられる。さらにいうと、オプションが、相当程度にまでディープ・イン・ザ・マネーの状態におかれると、このようなインセンティブはほとんどなくなってしまうと考えられるのである。

次は、権利行使期間についてである。この問題を考えるには、権利の失効日までの残存期間が長ければ長いほどオプションの価値は高くなるという、オプションの基本的な性質を頭に入れておく必要がある。この性質は、直感的には、失効日までの期間が長ければ、それだけ原株価が変動する可能性が大きいことから導かれると考えてよいだろう。先の図でいうと、期間が長ければ、原株価の確率分布を示す釣鐘の形が、より平たい形になることを意味しているのである²⁵⁾。このことは、(a)の説明を思い出せば、オプションの価値を高めていることに他ならないことが理解されるだろう。したがって、経営者としては、権利行使期間の短いストック・オプションを付与された場合には、権利行使期間の長いストック・オプションを付与された場合よりも、よりリスクな経営を行うインセンティブを持つことになると考えられる。

株主／経営者のリスク・テイクの観点からは、ストック・オプションの権利行使価格、権利行使期間の設定は、以上のようなインセンティブ効果の相關関係に基づいて評価される必要がある²⁶⁾。

(c) 権利行使価格の設定に関する若干の示唆：ディスカウント・オプションの可否

商法上、権利行使価格の設定については、直接規定されていない。したがって、権利行使価格を総会決議当時の株式の市場価格よりも低く定めてもよいのか——ディスカウント・オプションを認めてもよいのか——という疑問が生じ得る。この点に関しては、ストック・オプションが、経営者に会社業績向上の努力へのインセンティブを与えるという趣旨から導入されていることから、前述のような権利行使価格を定める内容の総会決議は、正当の理由を欠き、無効であるとの見解がある²⁷⁾。また、このように時価より低い権利行使価格を定め

る不合理なストック・オプションも、それだけでは正当の理由を欠くとはいえ、他の不当な目的が存在する場合に限って正当の理由を欠くと判断されるべきであるという見解もある²⁸⁾。この問題について、本稿の視点からはどのように考えられるか、若干のコメントを行いたい²⁹⁾。

すでに述べたように、株主がポートフォリオを組んでいる場合、ストック・オプションに期待される役割は、経営者がよりリスク・テイクに踏み出すようなインセンティブを与えてやることであった。この目的からすると、権利行使価格はどのように設定されるべきであろうか？

株主がポートフォリオを組んでいる場合に、経営者にストック・オプションを付与することが、目的とされているインセンティブの観点から負のインパクトを生じさせることは、株式の数に関連して先に指摘したとおりである。また、権利の失効日までの期間は、ストック・オプションの本質が長期インセンティブ報酬であるとの理解によれば、基本的には長く設定すべきであると考えられる³⁰⁾。(b)で検討したことを考慮すると、権利の失効日までの期間が長いオプションを付与された経営者は、期間が短いオプションを付与された経営者に比べて積極的なリスク・テイクを行わないと考えられる。従って、これらの負のインパクトを、権利行使価格の設定によってうち消してやるが必要になる。それではどのように設定するのが望ましいか？これまでの議論に照らして考えると、経営者に株主が意図するリスク・テイクを行わせようという立場からは、権利行使価格を市場価格よりも高く設定してやること——アウト・オブ・ザ・マネーの状態にあるオプションを経営者に所持させること——が、より望ましいインセンティブ効果をもたらすと考えられる。

次に、株主がポートフォリオを組んでいない場合、権利行使価格はどのように設定されるべきであろうか？ 上の場合とは逆の発想からの議論ができそうである。すなわち、ポートフォリオを組んでいない株主は、通常リスク回避的であると考えられるので、ポートフォリオを組んでいる株主がストック・オプションの負のインパクトと見なした点を、望ましいと受け取るかもしれない。また、アウト・オブ・ザ・マネーの状態にあるオプションを経営者に所持させると、経営者は、より積極的にリスク・テイクを行うインセンティブを持つが、

このことこそ、ポートフォリオを組んでいない株主の視点からは、負のインパクトであると見なされ得ることも十分に考えられる。そして、仮にこの種の負のインパクトが重視されるような場合には³¹⁾、むしろ権利行使価格を市場価格よりも低く設定してやることにより、株主の意図するリスク・テイクを経営者が行うインセンティブを与えることができると考えられる。つまり、イン・ザ・マネーの状態にあるストック・オプションを付与することにより、経営者がリスクな経営を行うという負のインパクトを抑えるということが考えられるのである³²⁾。

以上のように、ストック・オプション計画を会社が設定する場合に意図されるべきインセンティブ効果は、会社によって異なりうるものである。イン・ザ・マネーの状態にあるストック・オプションの付与にも、場合によっては、正当化されるべきインセンティブが存在している可能性がある。そうであるとすれば、一概に、市場価格よりも低い権利行使価格を定める内容の総会決議は、正当の理由を欠き、無効である、とも言い難いように思う。したがって、私見としては、二番目の説を支持したい³³⁾。そうすることにより、個々の会社が、それぞれの事情を踏まえたストック・オプション計画を選択する自由度が拡大することになると考えるからである³⁴⁾。

たしかに、権利行使価格を市場価格より低く設定してしまうと、直ちに権利行使をして利益を得ることができるので、業績向上へのインセンティブ効果を欠き、正当の理由を欠くという解釈もうなずけないわけでもない。しかし、上述のように、どのように——積極的にリスク・テイクを行うかどうかという意味において——会社の業績を向上させるか、という観点から正当化されるべきインセンティブ効果が存在する可能性が存する以上、市場価格以下の権利行使価格の設定という事実のみをもって総会決議を無効と解すべきではなく、直ちに権利行使が行われることに対しては、対応策を会社がそれぞれに講じればすむことであるとする。また、このような対応策をとることは、会社が、権利行使の据え置き期間を定めることによって可能であるとする³⁵⁾。

Ⅳ おわりに

本稿では、インセンティブ報酬としてのストック・オプションの効用に、株主と経営者のリスク・テイクの観点から分析の光を当ててみた。ストック・オプション制度が導入されて早くも3年が経過しようとしているにもかかわらず、ストック・オプションがインセンティブ報酬としてどのように機能することが期待されているのか、という「そもそも論」的問いかけが不足しており、インセンティブ報酬としてのメカニズムの理解も未だ十分に試みられているようには思われなかったからである。

本稿は、会社の株主構成について、やや極端な状況を想定して議論を行った³⁶⁾。しかし、必ずしも現実的ではない状況に基づいた議論を行うことにより、インセンティブ報酬に関連する株主と経営者の利害調整の問題をリスク・テイクの観点から、よりクリアーに捉え直す素材を提供できたのではないかと考えている³⁷⁾。さらに、これまでの検討から、オプション付与契約を設定する際に、インセンティブとして最も機能する条件を検討するに当たっては、各々の条件を個別に考えるのではなく、それぞれの条件がインセンティブに与える効果の相関関係を考慮すべきことも理解されたのではないかと思う。もちろん、本稿の分析は、ファイナンス理論をもとにしているため、多くの仮定に基づいており、その意味で制約があることは否定できない³⁸⁾。しかし、多くの金融機関が、本稿でみたような投資理論やオプション・モデルをすでに確立されたものとして行動しているという現状を考慮すると³⁹⁾、このような制約を強調しすぎることは、あまり生産的な議論であるように思われ⁴⁰⁾。やはり、ストック・オプション制度のコストとベネフィットを正しく評価するためには、インセンティブ効果を把握する道具立てとしての理論的モデルを利用する必要があるように思われる⁴¹⁾。本稿が、今後明確な理論的枠組みに基づいて、より明晰な議論を行うために、若干の視点を提供できたとすれば幸いである⁴²⁾。

注

- 1) スtock・オプションが付与されるのは何も経営者に限られるわけではないが、本稿は、ストック・オプションの経営者報酬としての側面に議論を限定する。その理由は、企業のトップに位置する経営者こそ、ストック・オプションが、パフォーマンス・ペイとして真の意味でのインセンティブ報酬として機能しうる付与対象者であると考えられるからである。この点に関しては、江頭憲次郎「ストックオプション—賢い使い方—」企業会計49巻12号（1997）4頁以下、5-6頁参照。また、後掲注35）を参照されたい。

なお、商法210条ノ2第2項3号ならびに280条ノ19第2項から明らかなように、商法上想定されているストック・オプション制度によっては、親会社のストック・オプションを子会社の取締役等に付与することはできない。しかしながら、1999年8月に成立した産業活力再生特別措置法によれば、一定の場合に、このようなストック・オプションの付与が認められることとなった。さらに、いわゆる疑似ストック・オプション方式によれば同様のことが可能である。より一般的に、ストック・オプションの経営者報酬としての機能について論じるのであれば、以上のような場合も含めて考えるべきであろうが、ひとまず本稿の議論の対象からは除くことにしたい。産業活力再生特別措置法の概要については、中原裕彦「産業活力再生特別措置法の概要」金融法務事情1555号（1999）13頁以下参照。

- 2) スtock・オプションに関する法律の原案を作成し、衆参両院の審議において説明・答弁を行った議員は、ストック・オプション制度の意義について次のように述べている。ストック・オプション制度により、「会社の業績向上による株価の上昇が、取締役・従業員の利益に結びつくことから、取締役・従業員の業績向上へのインセンティブとして機能することが期待される。また、株主の利益と取締役・従業員の利益を一致させることにより、株主重視の経営が一層定着するのに資すると考えられる。」保岡興治「ストック・オプション制度に係る商法改正の経緯と意義」商事法務1458号（1997）2頁以下、4頁参照。また、江頭憲次郎「ストック・オプションのコスト」竹内昭夫先生追悼『商事法の展望—新しい企業法を求めて—』（商事法務研究会 1998）162頁以下、162頁参照。
- 3) コーポレート・ガバナンス論として、会社主権論（会社は誰のものかという議論）がしばしば論じられてきたことは周知のところである。参照、永末敏和「コーポレート・ガバナンス」ジュリスト1155号（1999）122頁以下、122頁。この議論は、会社の目的をどのように理解するかということに関わる。伝統的な学説の立場は、会社法の目的を、会社をめぐる利害関係人の利害の調整であると捉えてきた。例えば、龍田節『会社法〔第六版〕』（有斐閣 1998）28頁は、「会社債権者の保護を図りつつ、社員の利益を増進させるよう、会社が運営される仕組みを用意するのが会社法である」としている。また、株式会社法において株主利益の

最大化を基本原則とすべきか否かの理論的説明がこれまで不十分であったことを指摘している論文として、落合誠一「企業法の目的—株主利益最大化原則の検討—」岩村正彦ほか編『岩波講座現代の法7 企業と法』（岩波書店 1998）3頁以下がある。なお、わが国において、取締役が尽くすべき義務を負っているのは、法形式的には「会社」である。商254条、254条ノ3参照。

- 4) 前掲注2)江頭論文164頁は、「法に課された課題は、株主・投資家がストック・オプション・プランのコスト・ベネフィットを十分に検討し、行動できる仕組みの構築である。」とする。なお、本稿は、ストック・オプション制度をインセンティブ報酬として採用する場合に、最適なオプション計画を設定するための視点を提供することもその目的の一つとしている。ただし、他のインセンティブ報酬制度の可能性までも視野に入れて、最適なインセンティブ報酬を設定するための視点を提示しようとするものではない（もっとも、その準備作業であるとはいえるかもしれない）。インセンティブ報酬制度としての他の可能性としては、例えば、伊藤靖史「業績連動型報酬と取締役の報酬規制（一）—アメリカ及びイギリスの報酬規制改革を参考に—」民商法雑誌116巻2号（1997）222頁以下注5）を参照。また、本文のような制度評価の視点については、三輪芳明『日本の取引慣行』（有斐閣 1991）参照。
- 5) つまり、エージェンシー・コストが削減される。
- 6) 以下については、拙稿「ポートフォリオ理論と取締役の信託義務—アメリカ法の視点—」一橋論叢120巻1号1頁以下（1998）参照。
- 7) 1997年の日本私法学会商法部会シンポジウム「株主構成の変化と会社法制のあり方」における神崎克郎教授の報告においては、機関投資家の株式所有は、わが国においても、今後、年金基金を中心として一層高まっていくであろうことが指摘されている。商事法務1466号（1997）2頁以下3頁、4頁参照。座談会「日本の会社のコーポレート・ガバナンス—現状と将来—」ジュリスト1050号（1994）6頁以下、23頁〔若杉敬明教授発言〕は、日本ではこれからポートフォリオ理論とかファイナンス理論の研究とその実務への応用が発達してくるであろうと予想している。なお、機関投資家の投資の実践において、ポートフォリオ理論に基づいた資産の運用管理が行われていることの証左として、井出正介「証券投資の本質と投資信託」ファイナンシャル・レビュー（November-1995）113頁以下参照。金融システム改革法により、証券投資信託法が改正され、証券投資法人制度（欧米で主流の会社型投資信託）が導入されたことに伴い、効率的なポートフォリオ運用を行う機関投資家による株式所有は、今後さらに増加するものと思われる。
- 8) どのくらいの銘柄数を保有すれば有効なポートフォリオといえるかを一概に決めることは難しいが、2.7銘柄というのはあまりに少ないといえるだろう。See Brealey & Myers, Principles of Corporate Finance 5th ed. 156 (1996).

- 9) 前掲神崎報告 2-3 頁参照。
- 10) プロジェクトが失敗したにもかかわらず株価が変動しないということについては違和感が生じるかもしれない。しかし、株価が下がるとしても議論の本質には影響しないので、議論の単純化のための弁法であると理解していただきたい。
- 11) 見込まれる株価の上昇が450円である場合に、個人投資家が確実にAよりCを選択するかどうかは、その個人投資家の効用関数の曲がり具合によって決まる。個人投資家の効用関数がフラットな形状をしていれば、プロジェクトCが選択されることにより見込まれる株価の上昇が480円でなければCが選択されないかもしれないし、逆に、湾曲度がきつい形状をしていれば、見込まれる株価の上昇が400円でもCが選択されることになるかもしれない。要するに、ここでの議論のポイントは、リスクという要素が考慮される結果、500という数値よりも期待値としては小さい値しか持たないようなプロジェクトのほうが選好されるということにある。
- 12) 現実的には、むしろ前述の設例の会社のように、ポートフォリオを組んでいる株主とそうではない株主が存在していることを前提として、株主と経営者ならびに株主間の利害対立についても考察すべきであるが、とりあえずこの点は本稿の対象外としたい。その理由は、この点について考察するためには、最近アメリカでみられる経営者の信認義務の拡大をめぐる議論などにも目を向けた考察を行う必要が生じ、本稿が取り扱おうとしている問題を拡散させてしまうからである。ただ、リスク・テイクの観点から、次の一点だけ指摘しておきたい。会社にポートフォリオを組んでいる株主とそうではない株主が存在する場合に、後者に対して経営者が信認義務を尽くすような行動をとることは、前者の立場からすれば、経営者が、およそ従業員（＝分散投資を行うことができない会社の構成員の典型）に代表されるような株主以外の会社の構成員に対して信認義務を尽くすような行動をとっているのと等しい結果を生じることになる、ということである。このような問題点を指摘するものとして、例えば、Booth, Stockholders, Stakeholders, and Bagholders (or How Investor Diversification Affects Fiduciary Duty), 53 Bus. Law. 429 (1998). を参照。なお、アメリカにおける経営者の信認義務の拡大をめぐる議論については、前掲落合論文を参照。
- 13) Milgrom & Roberts, Economics, Organization & Management 430 (1992). See also Amihud & Lev, Risk Reduction As a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, 12 Bell J. Econ. 605, 605 (1981). 川北英隆「創造会社法と資本市場」ジュリスト 1125号 (1997) 23頁以下、26頁では、資金の投資と労働力の投資には質的な差があり、その差異をもたらし要因は分散投資できるかどうかであるとされている。同様の指摘は、伊丹敬之「株式会社と従業員『主権』」伊丹敬之＝加護野忠男＝伊藤元重編『日本の企業システム 第1巻企業とは何か』（有斐閣 1993）190頁以

下、200頁にも見られる。

- 14) 前掲川北論文25頁は、日本の場合、好条件で再雇用される機会が乏しいため、経営資源に対する退出の制約が大きいと考えざるを得ないとする。
- 15) もちろん、株主がすべてポートフォリオを組んでいたとしても、経営者の方がリスクを選好するということもあり得よう。結局、経営者が、ポートフォリオを組んでいる株主よりもリスク回避的であるかどうかという問題は、理論的観点から一律に決定されるものではなく、実証の問題というべきもののなのである。しかし、本文で述べたような理由から、経営者のリスク許容度が、ポートフォリオを組んでいる株主よりも高い可能性は、小さいのではないかと思われる。ちなみに、アメリカにおいては、株主の方が、ポートフォリオを組めることから、経営者よりもリスク許容度が大きいという可能性が、だいぶ前から指摘されている。See, e.g., Rappaport, *Executive Incentives vs. Corporate Growth*, July-August Harv. Bus. Rev. 81, 84 (1978).
- 16) 一般的にいえば、株主にとって懸案となるリスクはシステマティック・リスクのみであるにもかかわらず、経営者がトータルなリスクを考慮してしまうため、純粋現在価値 (net present value: ファイナンス理論によれば、NPV が正 (positive) であるような企業プロジェクトは実行されるべきものとされる) が本当は正であるプロジェクトであるにもかかわらず、実行に移されない——リスクを大きく見積もるため、割引率も大きく推計されてしまい、結果的にプロジェクトの NPV が負と評価されてしまう——という問題である。アメリカのビジネス・スクールにおいては、経営者による株主価値の最大化から外れた投資判断の典型的な問題として教えられている。See, e.g., HBS Case #282-046, p. 18 (1982). (なお、この Harvard Business School の教材は、筆者が、1996年の春学期に Harvard Law School で John Pound 氏が担当されたコーポレート・ファイナンスの授業を聴講させていただいた際に配布されたものである。) また、このような経営者のリスク回避的な行動に目を向けた議論が、アメリカ会社法学に持ち込まれたのも、ごく最近の出来事というわけではない。例えば、インサイダー取引擁護論を展開した業績として有名な, Carlton & Fischel, *The Regulation of Insider Trading*, 35 Stan. L. Rev. 857 (1983). においては、経営者がインサイダー取引を行うことを認めるという報酬制度が合法的であるならば、経営者のリスク選好に関して、価値あるシグナリングが行われることになる、と主張されている。この議論の背後にも、ポートフォリオを組んでいる株主にとっては、あまりにリスク回避的な経営者は望ましくないという発想がある。See id at 871-872.
- 17) 例えば、経営者が自分の雇用に関するリスク削減のために、株主の望まない事業戦略をとる可能性も指摘され、コングロマリット合併は、そのようなエージェンシー問題の典型例として捉えられることが多い。See, e.g., Amihud & Lev, *supra*

note 13. 前掲拙稿も参照。多角化経営に対する企業の志向が、主として株主の意図に反する、経営者の目的達成に基づいていることは、最近の実証結果によっても支持されているようである。See Shleifer & Vishny, *A Survey of Corporate Governance*, 52 J. Fin. 737, 746 (1997). なお、1990年代に特に顕著となったアメリカでの会社分割ブームの理由の一つに、コングロマリット・ディスカウント（各事業部門の価値の総和が企業全体の価値より高くなっている状況）の解消があげられている。武井一浩＝内間裕「米国会社分割制度の実体と日本への示唆〔Ⅰ〕」商事法務1525号（1999）29頁以下参照。

- 18) Milgrom & Roberts, *supra* note 13, at 430.
- 19) いろいろな文献があるが、例えば、龍田節「ストック・オプションの制度・計画そして契約」神戸学院法学第28巻2号（1998）143頁参照。
- 20) 前掲龍田論文156頁参照。
- 21) 本文のようなストック・オプションが持つ負のインパクトを指摘する記述として、例えば、Booth, *supra* note 12, at 453-454; Hu, *Risk, Time, and Fiduciary Principles in Corporate Investment*, 38 UCLA L. Rev. 277, 327-329 (1990); Coffee, *Shareholders versus Managers: The Strain in the Corporate Web*, 85 Mich. L. Rev. 1, 18 (1986). 等を参照。これまでの議論から明らかであると思うが、このような負のインパクトは、ストック・オプションに特有のものではなく、株価に連動させた経営者のインセンティブ報酬全般について指摘されるべき問題点である。See Lewellen, Loderer & Martin, *Executive Compensation and Executive Incentive Problems*, 9 J. Acct. Econ. 287, 291-292 (1987). 一般に、経営者による会社持分の大きな割合の保有が、リスク・テイクの観点から望ましくないインセンティブ効果をもたらす可能性については、Milgrom & Roberts, *supra* note 13, at 494. で指摘されている。

なお、本稿での検討の対象となるものではないが、以上のような問題は、プリンシパル＝エージェント・モデルを用いた分析においてしばしば扱われる最適なインセンティブと最適ナリスク・シェアリングのトレード・オフの問題に関連する。すなわち、インセンティブの観点からは、報酬契約をパフォーマンスに対して敏感に反応するよう設計するなどして、エージェント（本稿の場合は経営者）に分散不可能なリスクを負担させる必要が生じるが、そのようなインセンティブ創出行為自体によって、リスクを負担する能力の乏しいものにリスクがシフトされるという社会的な非効率——先述の通り、ポートフォリオを組んでいる株主が想定されると、そのリスク選好はリスク中立的であるということになる。従って、リスク・シェアリングの観点からは、リスク回避的な経営者よりも、リスク中立的な株主によってリスクが負担されることが社会的には望ましいということになる。——が生じてしまうこともあり得る、というジレンマをどう考えるべきかと

いう問題である。See, e.g., id. in Ch. 7.

- 22) 以下の論述には、全般的に、Brealey & Myers, *supra* note 8, in Part 6 (1996); Gilson & Black, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions* 2nd ed. Ch. 7 (1995); 津村英文＝榊原茂樹＝青山護『証券投資論 (第2版)』(日本経済新聞社 1997) 第Ⅶ章; 丸茂彰「ストック・オプションの所持人と会社との利害の調整」商事法務1481号 (1998) 20頁以下等が参照されている。
- 23) 両方の会社のリスクの差が、非システムティック・リスクによってもたらされている場合には、効率的な資本市場においては、株価は等しくなるはずである。
- 24) 権利行使価格と現在の株価が等しいオプションは、アット・ザ・マネーと呼ばれる。権利行使価格が現在の株価よりも大きい場合は、アウト・オブ・ザ・マネー、権利行使価格が現在の株価を下回る場合には、イン・ザ・マネーと呼ばれる。より細かく、ニア・ザ・マネー、ディープ・イン・ザ・マネー、ファー・アウト・オブ・ザ・マネーといった用語が用いられることもある。津村英文＝榊原茂樹＝青山護前掲書318-319頁参照。
- 25) (a)での設例で、権利行使期間が同じであるという仮定をおいた一つの理由としては、このような影響を無視して考えることにあった。
- 26) 同様の指摘は、実務弁護士によってもなされている。前掲丸茂論文参照。なお、すでに丸茂論文において、ストック・オプション制度における株主とオプション所持人である取締役等とのリスク・テイクに関する利害の不一致については指摘されているものの、本稿が光を当てているようなポートフォリオ理論の視点は、明示的に取り込まれていない。
- 27) 前田庸『会社法入門 [第5版]』(有斐閣 1997) 189頁, 542頁参照。北沢正啓『会社法 (第5版)』(青林書院 1998) 235頁, 552頁も業績連動型報酬という制度趣旨から、総会決議当時の株価を下り得ないという。
- 28) 証券取引法研究会「ストック・オプションに係る平成9年商法等の改正について (1)」[黒沼悦郎教授報告] インベストメント51巻3号 (1998) 132頁参照。
- 29) 権利行使価格の設定に関する、わが国の上場会社における今日の実務では、以下のような取り扱いが一般的であるようである。すなわち、権利行使価格を、権利付与日の上場証券取引所の終値、または、権利付与日の属する月の前月の終値の平均値に数パーセント上乗せした額とするものである。後者のような権利行使価格の決め方は、下限の定めをしておかないような場合 (実際そのような会社が見受けられる)、理論的にはディスカウント・オプションになりうることに注意すべきである。また、権利行使価格が設定された後、株式分割その他により、譲渡価格を調整する必要も生じるが、この点に関しては、マーケット・プライス方式という調整算式を用いた対応がなされているようである。実務の取り扱いに関しては、商事法務研究会編『ストック・オプションの実務』(商事法務研究会

1999) 135-136頁(藤原祥二担当), 資料版商事法務186号(1999)等を参照。ちなみに, スtock・オプションが広範に普及しているアメリカでは, 付与時の時価が権利行使価格とされることが多いようである。商事法務研究会編前掲書47頁(川島いづみ, 東伸之担当)参照。

- 30) 前掲注1)江頭論文7頁参照。前掲前田190頁も, 1年や2年といった短い期間では, スtock・オプション制度の趣旨に反するという。確かに, このような短期間では, 経営者の努力によって株価を上げられるのか疑問がある。また, アメリカにおいては, 財務構成を変更するなどして, 無理に短期的な利益を捻出するといった弊害が生じているという指摘もある。証券取引法研究会「ストック・オプションに係る平成9年商法等の改正について(2)」〔森田章教授発言〕インベストメント51巻4号(1998)75頁参照。しかし, あまりに長期では, 努力と業績の因果関係が希薄になってしまうという問題が生じる。結局は, 各企業が, プロダクト・サイクル等, それぞれが置かれている環境を勘案しつつ, 個別的に検討すべき問題である。最近の実態調査によれば, わが国での実務としては, 比較的短期の権利行使期間を定める会社が多いようである。前掲の資料版商事法務54-55頁, 164頁によれば, 5年以内の短期の権利行使期間を設定している会社がほとんどである。中には, 1年以内の会社もあるようである。ところで, 権利行使期間が短く設定される理由の一つとして, 自己株方式の場合, 長期の自己株保有に伴うリスクが避けられないため, 企業としては, 権利行使期間を短くすることでこのリスクの削減を図っている, との指摘が見られる。前掲龍田論文148頁参照。参考までに述べると, アメリカでは権利行使期間は10年とされることが多いようである。商事法務研究会編前掲書47頁参照。
- 31) 例えば, 経営者としては, 権利行使期間が1年と定められている場合, 5年とされている場合よりもリスクな経営を行うインセンティブを持ちうる。この点はすでに指摘したところである。
- 32) お金の時間価値を考慮した場合, アウト・オブ・ザ・マネー・オプションであったとしても, ニア・ザ・マネーのものは, 権利行使日までの期間が長ければ, 経済的実質としてはイン・ザ・マネー・オプションであると考えられる。See Gilson & Black, *supra* note 22, at 356. そうすると, わが国の実務において付与されているオプションの中には, 形式的にはアウト・オブ・ザ・マネーであるにしても, 経済的実質から見ると, イン・ザ・マネー・オプションであると考えられるものも多いのかもしれない。前掲注29)を参照。
- 33) なお, 本文から明らかであると思うが, 筆者は, 時価より低い権利行使価格を定めるストック・オプションを, 一概に「不合理」とであると決めつけることはできないと考えている。

しかし, 合理的なディスカウント・オプションがあり得るとはいつても, 実際

問題として、合理的なものとそうでないものを識別することことは、非常に難しい。それは次の理由による。そもそも、ストック・オプションにインセンティブ報酬としての合理性があるといえるためには、会社および株主に対して利益がもたらされており、その利益との関連において相当であると考えられる価値が被付与者に与えられているべきである。すなわち、ストック・オプションの合理性を判断するためには、まず、株主にどのような利益がもたらされているかが把握される必要があるのである。しかしながら、本稿が指摘するようなりスク・テイクの相違によって実現される株主利益を明確に把握することは、困難であるといわざるを得ないからである。

したがって、理想的には、ストック・オプションのインセンティブ効果を判断基準として、株主総会の決議の効力を決定すべきであるということになるのである。ところが、上述のように、これを判断することが困難であることを考慮すると、そのように解することは、法的安定性を著しく損なうことになるように思われる。そうすると、画一的な処理が望ましいことになるが、これまで述べてきたように、ディスカウント・オプションにもインセンティブ効果が認められる—その把握が困難であるにせよ—ことを踏まえると、やはり原則として有効と解する方がよいと思う。そして、オプション付与の妥当性については、経営判断の問題として、ストック・オプションに関する議案についての取締役の責任問題として処理することになろうか。

もっとも、以上のような問題は、本稿が指摘するようなりスク・テイクという視点を考慮すると否に関わらず、すでに存在しているものであるといえよう。たとえば、商法上、ストック・オプションを付与することが必要な理由を開示することが要求されているが(210条ノ2第2項後段、280条ノ19第7項)、実際の定時株主総会におけるほとんどの招集通知では、経営の活性化のため、業績向上を図るため、取締役の業績向上に対する意欲や士気を高めるため、といった抽象的なレベルで株主利益に還元されるような理由が挙げられているようである。商事法務研究会前掲書176頁(藤原祥二担当)参照。つまり、このように曖昧なインセンティブ効果を前提として、実務上ストック・オプションの導入が図られているのである。そして、この問題に関連しては、インセンティブ効果が疑わしいストック・オプション—いわゆる、ばらまき型のストック・オプション計画(後掲注35)参照)などは、その典型といえようか—が実務上採用されているからといって、効果的なストック・オプションであるかどうかを判断基準として、株主総会決議の効力を決定することは、法的安定性を極度に害するので、解釈論としては妥当でないという指摘が見られる。前掲黒沼報告129-130頁参照。

- 34) 個々の会社の事情としては、直ちに利益が実現できるようなストック・オプションを、「ご褒美」ないし「ボーナス」の一種として利用するようなことも考え

られる。そして、この場合には、付与対象に選ばれるよう職務に努力するというインセンティブ効果があると考えられる。前掲龍田論文156頁参照。ただし、このようなインセンティブ効果は、現在経営を担う立場にあるものをターゲットにしているわけではないので、本稿がこれまで述べてきたポイントとは異なるものである。

- 35) 前掲前田190頁もこのような定めをすることを認めている。なお、租税特別措置法により、税制優遇ストック・オプションの要件を満たす場合には、権利行使時には所得税が発生せず、実際に株式を売却する時まで課税が繰り延べられることになっているが、この特典を享受するためには、付与決議の日から2年以内は権利行使ができないことが、要件の一つになっている。同法29条の2第1項1号参照。

それでは、権利行使の据え置き期間が定められていない場合は、どのように解すべきであろうか？ この点について若干述べておきたい。本稿においては、ストック・オプションが、パフォーマンス・ペイという意味でのインセンティブ報酬であるとの観点から検討を行ってきた。このような視点からは、権利の据え置き期間の定めがないようなディスカウント・オプションの付与は、目指されているインセンティブ効果が期待できないので、無効と解すべきことになるのだろう。しかしながら、筆者はそうのように解することについて若干の躊躇を覚える。その理由は、本文で述べたようなインセンティブ効果とは異なる、以下のような点を考慮することによるものである。

ストック・オプションの機能として目指されているところがパフォーマンス・ペイであるとすれば、全使用人をオプション付与の対象とするような、いわば、ばらまき型のストック・オプション計画は望ましいものとはいえない。なぜなら、このような計画は、被付与者の努力と会社の業績の因果関係を希薄にしようと考えられるからである（もっとも、会社によってその効果は異なるだろうが）。従業員全員に対してストック・オプションが付与された事例としては、ホリプロ等をあげることができる。商事法務研究会編前掲書127頁（藤原祥二担当）参照。また、わが国の企業において付与されるストック・オプションの量は、被付与者の報酬全体に比べてそれほど大きいものとはいえず、かつ、それほど多くもないストック・オプションが、既存の報酬を削減することなく付加される傾向があるようである。商事法務研究会編前掲書8、15頁（内藤良祐担当）参照。（ただし、ストック・オプションの付与が、賃金の減額を伴うようなものであると、労働基準法24条との関連で問題が生じうる。この点については、商事法務研究会編前掲書12章を参照。）

経済的な実質からすれば、上のようなストック・オプションは、パフォーマンス・ペイというより、「ご褒美」ないし「ボーナス」に他ならない。では、この

ようなストック・オプションの使われ方は、違法と考えるべきなのであるだろうか？ 結局のところ、この判断は、報酬政策としてストック・オプションをどのように考えるのかということに依存して決まるように思われる。つまり、ストック・オプションをインセンティブ報酬であると考えるにせよ、それに期待されるインセンティブ効果を広く捉えるのか、それとも限定的に考えていくのかという問題である。もし、限定的に捉えるのであれば、あくまでパフォーマンス・ペイとしての側面が強調されるべきことになる。逆に、広く捉えようとするのであれば、ご褒美としての側面もあり得るとの評価につながる。

現在の日本においては、経営者の流動性が乏しく、企業社会において、ストック・オプションが、被付与者のパフォーマンスと結びついたインセンティブ報酬として機能することを、どこまで期待されているかは疑問であるとの指摘がある。前掲龍田論文191頁参照。宮内義彦「日本型ストック・オプションを求めて」日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編『ストック・オプションのマネジメント』（ダイヤモンド社 1998）113頁以下、117頁は、パフォーマンス・ペイの効果に関して、ストック・オプションはちょっとした栄養剤であり、日本企業の流れを変えるドライビング・フォースになるとは考えられないと述べている。このような現状を前提とし（もちろん、今後変化する可能性はあるだろうが）、また、商法が、少なくとも先に述べたようなストック・オプションの使われ方を一律に無効であるとはしていないことを考慮すると、一般にご褒美型のストック・オプションを違法とまではいえないようにも思われる。仮に、そのような理解を前提とすれば、権利行使の据え置き期間が定められていないディスカウント・オプションについても違法という必要はないことになるだろう。なぜなら、ディスカウント・オプションが正当の理由を欠くとの立場は、基本的に、ご褒美型のストック・オプション計画は排除しようという考え方に立っているように見えるからである。前掲龍田論文157頁参照。

さらに、もうひとつ実質的に考慮されるべき点がある。それは、ソニーが行ったことにより耳目を集めた、いわゆる疑似ストック・オプションに関連する。これは、分離型の新株引受権付社債を機関投資家に発行し、新株引受権証券を買い戻して取締役等に付与するという形を取るものである。当然のことながら、このようなワラント債は、商法341条ノ8以下の手続きに従って発行されることになる。この手続きに関連して、本稿の関心事となるのは、341条ノ8第5項の規定である。同項の規定によれば、特に有利な内容の新株引受権を付したワラント債の発行も、株主総会の特別決議を経れば有効であるとされている。つまり、疑似ストック・オプション方式で行えば、株主総会の特別決議を経る限りにおいて、ディスカウント・オプションも有効に付与することができるのである。確かに、疑似ストック・オプション方式の場合は原則として社債管理会社の設置が必要で

あること、自己株方式のストック・オプションの場合は普通決議でよいことなどいくつかの差異が存するし、そもそも、疑似ストック・オプション方式では、予定にない（場合によっては、実質的に意味のない）資金調達をした上に発行費用等の余計なコストがかかってしまうというデメリットがあったために商法改正が行われ、ストック・オプション制度が導入されたという経緯もある。したがって、疑似ストック・オプション方式が、通常のストック・オプション方式と完全な代替性を有するとまではいえないかもしれない。しかしながら、疑似ストック・オプションの目的が、通常のストック・オプションと同様に、コール・オプションの付与を利用したインセンティブ報酬であることには疑いが無い。そうであれば、通常のストック・オプション計画において、ディスカウント・オプション付与を定める総会決議を無効と解すべき理由は乏しいように思われる。

以上のように、現行のストック・オプションに関連する規制において、一部のご褒美型のストック・オプションを合理的に排除することなく、有効であると解するのであれば、同様の機能を有するものは、できる限り同様の規制の下におかれるべきであるとの発想から、権利行使の据え置き期間を定めていないディスカウント・オプション付与を定める総会決議も原則的に有効であると考える余地があるようにも思われるのである。

ただし、先に述べた税法上の優遇措置を受けるためには、ストック・オプション1株あたりの権利行使価格が付与契約締結時の1株当たりの価額相当額以上であることとされている。租税特別措置法29条の2第1項3号参照。

- 36) 周知のように、わが国には、持合株主なるものも存在していると考えられるが、本稿はこの点を扱っていない。今後の検討課題としたい。
- 37) 藤田友敬「商法と経済学理論」ジュリスト1155号（1999）69頁以下、72頁は、論点整理の道具、あるいは論点発見の道具として経済学理論を用いる場合には、必ずしも現実的ではない仮定に基づく議論から出発することにも意味があるとしている。
- 38) 資産収益率の正規分布や、価格推移のランダムネスを仮定している現代投資理論によって市場を捉えることに対する疑問は当然あり得る。倉戸康行「金融市場を複雑系で読む」経済セミナー（1997.6）19頁以下、22頁参照。それだからこそ、ポスト・モダン・ファイナンス理論（モダン・ファイナンス理論として想定されているのは、Brealey & Myers, *supra* note 8. である）とも言うべき証券市場研究・証券規制研究が行われはじめていたのである。例えば、ノイズ理論に目を向けた証券規制研究として、Langevoort, Theories, Assumptions, and Securities Regulation: Market Efficiency Revised, 140 U. Penn. L. Rev. 851 (1992). がある。カオス理論の視点からの証券規制研究としては、Cunningham, From Random Walks to Chaotic Crashes: The Linear Genealogy of the Efficient Capital Market Hypothesis, 62

Geo. Wash. L. Rev. 546 (1994). を参照されたい。また、モダン・ファイナンス理論が前提とする、同質的期待 (homogeneous expectations) からの脱却を主張するものとして、Stout, How Efficient Markets Undervalue Stocks: CAPM and ECMH Under Conditions of Uncertainty and Disagreement, 40 Corp. Prac. Comm. 665 (1998), originally published in volume 19, Numbers 1-2, Sep.-Nov. 1997, of Cardozo Law Review. があげられる。なお、ポスト・モダン・ファイナンス理論というのは、Cunningham のネーミングによる。See, id. at 670 n. 16.

- 39) 大野克人「金融技術革命の概要」ロバート・C・マートン＝大野克人編著『金融技術革命』（東洋経済新報社 1996）1頁以下、24頁では、今般の金融技術革命において最も重要な発想がポートフォリオ理論とオプション理論であるとされている。また、前掲倉戸論文22頁は、金融機関が、ほぼ盲目的にこれらのモデルを利用していることを指摘している。
- 40) ストック・オプション付与にかかる株主総会決議に際して、現行法上はストック・オプションの理論価格の提示が要求されていないが、議案の提案者は、質問があった場合には、理論価格について説明する義務があり、その理論価格算出モデルとして、ブラック・ショールズ・モデルを示唆する解釈論が提示されている。前掲注1)江頭論文7頁、前掲黒沼報告133-134頁等。もし、ファイナンス理論がもっている制約を必要以上に強調するならば、このようなストック・オプションの理論価格の提示もなしえないことになってしまうだろう。ちなみに、ストック・オプション制度で用いられているオプションは、権利行使期間の満了日まででは、何時でも権利行使可能なアメリカン・オプションであるが、ブラック・ショールズ・モデルが前提としているのは、権利行使期間満了の日においてしか権利行使されないヨーロピアン・オプションである。ただし、アメリカン・オプションについては、具体的な関数形による解法はないといわれているようである。前掲大野論文44-45頁参照。
- 41) 藤田助教教授は、会社法研究において、「企業行動とそれが関係人の利害にいかに関与するかという点を分析するための理論的モデルが、一定範囲でどうしても必要となって来ている」旨を述べられている。藤田友敬「株主の有限責任と債権者保護」法学教室223号（1999）21頁以下、26頁参照。前掲落合論文26頁では、これからの企業法が、関係諸科学の検討をも踏まえた総合的学問として構築されるべきであることが強調されている。また、最近では、会社法のさまざまな問題点に関して、隣接諸科学の分析道具を用いた研究が行われ始めている。代表的なものとして、三輪芳朗＝神田秀樹＝柳川範之編『会社法の経済学』（東京大学出版会 1998）があげられる。
- 42) 本稿においては、オプション理論の視点を、ストック・オプション制度の分析に応用し、株主と経営者の利害調整について論じてみた。しかしながら、オプシ

ョン理論の視点は、何もこのようなコンテキストにおいてのみ有用であるというわけではない。ファイナンスの分野においては、有限責任という意味において、株主をコール・オプション・ホルダーと捉えることは非常に重要な視角であるとされる。株主をコール・オプション・ホルダーと見ることができるということは、先述のオプション理論の視点を応用できるということを意味する。See Brealey & Myers, *supra* note 8, in Ch. 20. いま、ひとつオプション理論の視点が有益な分析道具として機能する局面をあげるとすれば、債権者と株主の間での利害対立を検討するような場合がそうである。特に、倒産に瀕した企業における利害関係人のインセンティブ・メカニズムの理解——倒産に際しては、株主は危険なプロジェクトの遂行を望み、さらに、倒産の申立時期を遅らせようとするインセンティブがあることがしばしば指摘されるが、このことは、コール・オプション・ホルダーとしては原資産価値の分散値が大きく、権利行使までの期間が長いオプションを所持している方が、価値が高いということとパラレルに捉えることができる——に有用である。以上のような問題を扱っているものとして、例えば、Gilson & Black, *supra* note 22, at 244-248. がある。また、前掲注41)藤田論文、金本良嗣＝藤田友敬「株主の有限責任と債権者保護」三輪＝神田＝柳川編前掲書191頁以下などは、このような視点を取り込んでいる業績として評価できる。

(2000年2月20日稿)

(付記)

本稿は、日本私法学会第63回大会(1999.10.10 於同志社大学法学部)での報告に基づいています。司会を担当して下さった前田重行教授(筑波大学)、質問ならびにコメントを頂戴した宍戸善一教授(成蹊大学)、藤田友敬助教授(東京大学)、大杉謙一助教授(東京都立大学)に感謝いたします。また、本稿は、1999年8月4日に一橋大学に於いて開かれた研究会でも報告させて頂き、久保欣也教授、堀口亘教授(両教授とも関東学院大学・一橋大学名誉教授)をはじめ、参加の先生方から貴重なコメントを頂きました。さらに、石原全教授、野田博教授(両教授とも一橋大学)ならびに釜江廣志教授(一橋大学商学部)からは、個別に草稿に目を通していただいた上、多くの有益なアドバイスを頂きました。ここに記して感謝いたします。なお、言うまでもなく、文責はすべて筆者にあります。

最後に、論文掲載の機会を与えて下さった成城法学、ならびに、掲載のためにご尽力いただいた今野裕之教授に御礼を申し上げます。

(かりや・ひろさと＝本学非常勤講師／一橋大学大学院法学研究科助教授)

